

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O MERCADO
DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: UM
ESTUDO DE CASO SOBRE O FUNDO VERDE
MULTIMERCADO NOS ANOS DE 1997-2017**

LUIZ FELIPE BITTENCOURT DE ABREU
Matrícula nº: 115068608

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

RIO DE JANEIRO/RJ

SETEMBRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O MERCADO
DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: UM
ESTUDO DE CASO SOBRE O FUNDO VERDE
MULTIMERCADO NOS ANOS DE 1997-2017**

LUIZ FELIPE BITTENCOURT DE ABREU
Matrícula nº: 115068608

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

RIO DE JANEIRO/RJ

SETEMBRO 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Chegando ao final deste curso, tenho profunda gratidão a Deus e todos os seres que fizeram parte de minha trajetória e me ajudaram a evoluir como ser humano. Ao meu Maestro, Raumsol, por ser verdadeira luz divina em minha vida. À minha mãe, Isabela, minha grande amiga, que irradia amor diariamente aos seus filhos, sendo exemplo de dedicação, inteligência e integridade em minha vida. Ao meu pai, Murilo, meu grande amigo, com seu coração que transborda o peito, exemplo de companheirismo, afeto, resiliência e que sempre me estimulou a buscar as inquietudes do espírito. À mulher da minha vida, Camila, exemplo de bondade, justiça e pureza, constantemente me ensinando a olhar o mundo com outros olhos e a vibrar com as conquistas dos outros como se fossem suas. Aos meus queridos irmãos de sangue material e imaterial, João e Gabriela, por fazerem valer a palavra amizade em seu sentido mais puro e transcendente. À minha linda sobrinha que virá para este plano em breve, Julia, que você seja muito feliz e receba todo o amor desse mundo. Aos meus avós, Eide, Edson(in memoriam), Dora e Moacyr, por todo amor e ensinamentos que me passaram. Aos meus tios Evandro e Cláudia, pelo carinho que demonstram. Às minhas madrinhas, Marly(in memoriam) e Áurea, exemplos de simplicidade e afeto por seus queridos. Aos meus cunhados, Livia e Rafael, por todo apoio e amizade de sempre.

Ao Instituto de Economia da UFRJ, que me brindou com uma equipe excepcional de professores, funcionários e colaboradores que foram fundamentais para o meu crescimento. Aos grandes amigos abençoados feitos no período, que me proporcionaram risadas e momentos de grande felicidade. À Impactus e à Morcegada da PV, que tornaram a minha experiência na faculdade completa. E, por último, gostaria de fazer um agradecimento especial ao meu orientador, Antônio Luis Licha, por toda orientação, paciência e sabedoria que me passou tanto em suas aulas e pela ajuda em meu trabalho de conclusão de curso.

Meus mais sincero obrigado à todos vocês.

Hasta Siempre

RESUMO

Nesta dissertação, são analisadas as variáveis e condições que permitiram a consolidação do mercado de fundos de investimento no Brasil. Dessa maneira, inicialmente é examinada a estrutura, o histórico e as normas de funcionamento do Sistema Financeiro Nacional que conferiram maior confiabilidade e as condições necessárias para o desenvolvimento deste tipo de produto. Em seguida, é realizada uma releitura dos principais conceitos referentes a fundos de investimento, desde sua definição, formas de gestão até suas diversas maneiras de serem classificados, de modo a compreender como está estruturada esta indústria no país. Por último, é feito um estudo de caso sobre o fundo Verde Multimercado entre 1997-2017, passando por sua composição, pelos processos de análise e seleção de ativos e pelas estratégias adotadas diante dos desafios trazidos pelo cenário doméstico e internacional, com objetivo de mostrar como uma equipe de gestão altamente qualificada, auxiliada por instituições e normas que garantam o seu pleno funcionamento, é o fator determinante para o sucesso e crescimento de um fundo.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO I – O Sistema Financeiro Nacional:Histórico e Estrutura.....	9
I.1 Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional(4.595/64), Lei do Mercado de Capitais(4.728/65) e Lei da CVM(6.385/76).....	9
I.2 Estrutura atual do Sistema Financeiro Nacional – Órgãos Normativos e Entidades Supervisoras).....	10
I.2.1 Conselho Monetário Nacional	12
I.2.2 Banco Central do Brasil	12
I.2.3 Comissão de Valores Mobiliários	13
I.3 Os operadores do Sistema Financeiro Nacional	13
I.4 Instituições Bancárias: Bancos Comerciais e Múltiplos	14
I.5. Instituições Financeiras Não-Bancárias: Os Bancos de Investimento	14
I.6 O surgimento da B3	15
I.7 Sociedades Corretoras(CTVM) e Distribuidora(DTVM) de Títulos e Valores Mobiliários e suas plataformas digitais de investimento.....	16
CAPÍTULO II – 2. O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	18
II.1 Fundos de Investimento.....	18
II.2. Risco e Retorno dos Fundos de Investimento.....	19
II.3. Gestão ativa e Gestão passiva.....	20
II.4 A Classificação de fundos Anbima.....	20
II.4.1 Classificação Anbima para os fundos de Renda Fixa.....	21
II.4.2 Classificação Anbima para os fundos de ações.....	23

II.4.3Classificação Anbima para os fundos multimercados.....	24
 CAPÍTULO III - UM ESTUDO DE CASO SOBRE O VERDE FIC FIM	27
III.1. A Verde Asset Management.....	27
III.2. O fundo Verde Multimercado.....	29
III.3. O início e os primeiros trades de sucesso.....	31
III. 4Os anos 2000 e o Boom do Brasil.....	32
III.5A crise de 2008, a primeira rentabilidade anual negativa e o ciclo de corte de juros.....	34
III.6Os anos de 2012-2014 e a diversificação dos investimentos globais.....	35
III.7 A fundação da Verde Asset Management e os desafios de gestão.....	36
 CAPÍTULO IV – CONCLUSÃO.....	39
BIBLIOGRAFIA.....	40

INTRODUÇÃO

No Brasil, mais da metade da população não conhece ou utiliza produtos de investimento. Ademais, dentro do perfil dos que investem, os seus recursos estão concentrados na Poupança da Caixa Econômica Federal e ainda há um ceticismo generalizado em relação a outros ativos financeiros, especialmente o mercado acionário e de fundos de investimento. Boa parte desse temor é reflexo de bolhas especulativas criadas nos anos 1970, de anos de inflação superior ao rendimento da bolsa de valores nos anos 1980 e início dos anos 1990 e de uma insegurança referente ao Governo Federal e a estabilidade política do país, principalmente devido a acontecimentos como o confisco da poupança no governo Collor.

Contudo, desde o final dos anos 1990, tem ocorrido um crescimento cada vez maior do número de brasileiros que alocam seus recursos em produtos financeiros como um todo. Dentro dessa conjuntura, os fundos de investimentos se consolidaram como uma das principais alternativas de investimento e começou a ser observado um movimento de migração dos recursos financeiros de clientes, antes concentrado em grandes bancos, para gestoras de recursos independentes, ainda que entidades como Banco do Brasil, Itaú Unibanco, Bradesco e Caixa Econômica Federal representem parte significativa do patrimônio total. Nesse cenário, a emergência de um Sistema Financeiro Nacional sólido, com seus operadores e instituições auxiliares bem segmentados e com funções definidas, criou um ambiente propício para o desenvolvimento de um mercado de fundos de investimento de maior confiabilidade e extremamente competitivo.

Dessa forma, neste trabalho, é examinada a estrutura, o histórico e as normas das instituições do Sistema Financeiro Nacional que foram essenciais para a consolidação do mercado de fundos de investimento. Posteriormente, são apresentados os principais conceitos referentes a este tipo de produto, formas de medir seu risco, sua classificação e estratégias de gestão. Por último e foco desta dissertação, é estudado o fundo Verde Multimercado entre os anos de 1997-2017, passando por sua composição, pelos processos de análise e seleção de ativos e pelas estratégias adotadas diante dos desafios trazidos pelo mercado ao longo desses 20 anos, de modo a comprovar como uma equipe de gestão altamente qualificada é o fator determinante para o sucesso e crescimento de um fundo

Aliando dinâmica do mercado de finanças nacional a um estudo de caso, pode ser entendido o desenvolvimento do mercado de fundos de investimento no país.

CAPÍTULO I – O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: HISTÓRICO E ESTRUTURA

Quando falamos em Sistema Financeiro Nacional, uma das primeiras imagens que nos é projetada é a dos grandes Bancos Comerciais. O primeiro Banco brasileiro foi fundado em 1808, pelo futuro rei de Portugal Dom João VI, sendo trazido um modelo europeu, com suas atividades básicas de depósitos à vista e empréstimos, essencialmente. De certa forma, pode-se afirmar que já tínhamos um incipiente Sistema Financeiro nesse período. Pela definição do Banco Central¹:

“O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É por meio do sistema financeiro que as pessoas, as empresas e o governo circulam a maior parte dos seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos.”

Contudo, o SFN começa a de fato ter uma estruturada sólida a partir de 1964, quando foram editadas uma série de leis que possibilitaram seu reordenamento até se chegar a estrutura atual.

I.1 Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional(4.595/64), Lei do Mercado de Capitais(4.728/65) e Lei da CVM(6.385/76)

Ainda que uma série de leis tenham sido fundamentais para se chegar a organização atual do SFN, as leis acima talvez tenham sido as mais importantes no que diz respeito ao desenvolvimento do mercado financeiro no país.

Na primeira, tivemos a criação do Conselho Monetário Nacional – CMN – e do Banco Central do Brasil, além da introdução de normas operacionais, rotinas de funcionamento e procedimentos de qualificação aos quais as entidades do sistema financeiro deveriam se subordinar. Antes, os serviços prestados por essas entidades estavam concentrados no Ministério da Fazenda, na Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC – e no Banco do Brasil, sendo uma estrutura que não se adequava as incumbências e responsabilidades na gestão da

¹ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>, acesso em 01 de Set, 2019

política econômica do país. Outro ponto fundamental consta em seu Art. 17², caracterizando de forma mais clara as instituições financeiras:

“Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”

Na segunda, instituída em 14 de Julho de 1965, o governo buscava o aumento dos níveis de poupança interno, de modo a direcionar os recursos para investimentos produtivos, em um ambiente de difusão da ideia de investimentos para a população como um todo. Dessa forma, a relevância dessa lei reside no fato de ser a primeira a disciplinar o mercado de capitais brasileiro e a estabelecer medidas para seu desenvolvimento, resultando em uma série de modificações no mercado acionário. O principal objetivo, de acordo com Fortuna(2011)³, era “estabelecer normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de investimentos destinado a apoiar o desenvolvimento nacional e atender à crescente demanda por crédito”. Assim, reformula-se a legislação sobre Bolsa de Valores, surgem as primeiras Sociedades Corretoras e os Bancos de Investimento.

Por último, antes da Lei 6.385/76, também conhecida como Lei da CVM, não havia uma entidade responsável por fiscalizar e regular o mercado de capitais, especialmente referente as sociedades de capital aberto. Destarte, em 07 de dezembro de 1976, é criada a Comissão de Valores Mobiliários(CVM) como uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda sem subordinação hierárquica. A principal finalidade dessa instituição governamental era regulamentar e desenvolver este mercado e fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

² Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm, acesso em 01 de Set, 2019

³ Fonte: FORTUNA, Eduardo, p.15-16

I.2 Estrutura atual do Sistema Financeiro Nacional – Órgãos Normativos e Entidades Supervisoras

Com advento da Art.17, da Lei 4.595/64, pode ser distinguido dois tipos de instituições dentro do Sistema Financeiro Nacional: as que emitem seus próprios passivos, ao captar recursos de forma direta do público por iniciativa própria e aplicam os recursos junto às empresas a partir de empréstimos e financiamentos como os Bancos Comerciais, Múltiplos, de Investimento, Caixa Econômica Federal, Sociedades de Crédito, entre outros; e as que promovem o contato entre os poupadores com investidores propiciando liquidez ao mercado financeiro como um todo - Bolsas de valores, câmaras de compensação, etc.

Com essa segmentação, pode ser apresentada a estrutura geral do SFN e as principais características dos Órgãos normativos e as entidades supervisoras que o compõem, especificamente do Conselho Monetário Nacional(CMN), Banco Central(Bacen) e da Comissão de Valores Mobiliários(CVM). Segue abaixo o organograma do Sistema Financeiro Nacional:

Organograma do Sistema Financeiro Nacional

Órgãos Normativos	Entidades Supervisoras	Operadores do Sistema			
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (Bacen)	Instituições financeiras captadoras de depósitos a vista	<ul style="list-style-type: none"> • Bancos múltiplos com carteira comercial • Bancos comerciais • Caixa Econômica Federal • Cooperativas de crédito 	Demais instituições financeiras	Outros intermediários financeiros e administradores
				<ul style="list-style-type: none"> • Agências de fomento • Associações de poupança e empréstimo • Bancos de câmbio • Bancos de desenvolvimento • Bancos de investimento • BNDES • Companhias hipotecárias • Cooperativas centrais de crédito • Sociedades crédito, financiamento e investimento • Sociedades de crédito imobiliário • Sociedades de crédito ao microempreendedor 	
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsa de mercadorias e futuras	Câmaras de Compensação e Liquidação	Bolsa de valores	
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc)	Secretaria Nacional de Previdência Complementar (Previc)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: BCB adaptado pelo B3

Figura 1.2. Organograma das instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional

Fonte: Apostila PQO B3 (p.6)

I.2.1 O Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional é a entidade superior do sistema financeiro e o órgão normativo responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetárias, creditícia e cambial do país, com objetivo de atender os interesses econômicos e sociais do país. Basicamente, busca estabelecer as diretrizes para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, de modo a processar todo o seu controle.

Ao longo do tempo, o CMN teve diferentes constituições, de acordo com as exigências políticas e econômicas de cada momento. Hoje é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil e não desempenha nenhum tipo de atividade executiva. Dessa forma, os membros do CMN devem se reunir uma vez por mês para deliberar sobre uma série de assuntos e algumas de suas atribuições principais, são definidas por Assaf Neto(2018)⁴ como:

- “a. Fixar as diretrizes e as normas da política cambial, assim como regulamentar as operações de câmbio visando ao controle da paridade da moeda e ao equilíbrio do balanço de pagamento;
- b. regulamentar, sempre que julgar necessário, as taxas de juros, comissões e qualquer outra forma de remuneração praticada pelas instituições financeiras;
- c. regular a constituição e o funcionamento das instituições financeiras, bem como zelar por sua liquidez e solvência”.

I.2.2 Banco Central do Brasil

O Banco Central é o órgão executivo central do SFN e sua responsabilidade é a de garantir o cumprimento das disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Dessa maneira, o Banco Central é uma autarquia vinculada ao Ministério da fazenda, que de acordo com o Manual com objetivo de executar a política monetária, administrar as reservas internacionais e controlar o crédito e os fluxos de capitais estrangeiros. Além disso, o Banco Central age supervisionando as instituições financeiras ou equiparadas e atua como “emprestador de última instância”, mitigando o risco sistêmico, ao interferir diretamente em instituições insolventes que podem desencadear consequências negativas para o SFN como um todo. Em suma, é através do Banco Central que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

⁴ ASSAF, Alexandre(2011),p.42

I.2.3 Comissão de Valores Mobiliários

Criada pela lei 6.385, em 07/12/1976, a Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia vinculada ao poder executivo – Ministério da Economia - que age sob as orientações do Conselho Monetário Nacional. Sua administração é efetuada por um Presidente e quatro diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República.

Desde o seu surgimento, a CVM é a entidade responsável pela normatização, fiscalização, controle e desenvolvimento do mercado de títulos e valores mobiliários. Em outras palavras, a CVM visa tornar o mercado mais eficiente e desenvolvido, além de buscar proteção aos investidores, combatendo as emissões fraudulentas e mantendo práticas que visam a equidade nesse mercado, ao impor regras de transparência e divulgação de informações. Assim, pode ser concluído que sua atuação será voltada para três setores específicos do mercado: Instituições financeiras; Companhias de capital aberto com valores mobiliários negociados em Bolsa ou mercados de balcão; Investidores gerais, uma vez que o órgão visa proteger os seus direitos.

Destarte, segundo Assaf Neto(2018)⁵, podem ser definidas as funções básicas da Comissão de Valores Mobiliários. A primeira seria a promoção de medidas que incentivem o envio das poupanças ao mercado de capitais e o estímulo ao funcionamento das bolsas de valores e das instituições operadoras do mercado acionário, em bases eficiente e regulares. Além disso, o órgão tem como finalidade garantir a integridade nas operações de compra e venda de valores mobiliários. Por último, a CVM confere proteção aos investidores do mercado, com normas e regulamentos que devem ser cumpridos.

I.3 Os operadores do Sistema Financeiro Nacional

Nesta seção serão apresentadas algumas das principais instituições que ofertam serviços financeiros, no papel de intermediários e que tem como função principal a transferência de recursos entre agentes econômicos. É importante ressaltar que cada operador do sistema está vinculado a uma entidade supervisora, do ponto de vista normativo, de fiscalização e supervisão.

⁵ ASSAF, Alexandre(2018), p.44-45

I.4 A Instituições Bancárias: Bancos Comerciais e Múltiplos

São instituições monetárias, ou seja, que possuem depósitos à vista e, dessa maneira, podem aumentar sua base monetária através do crédito. Nesta seção, serão analisados os Bancos Comerciais e os Bancos Múltiplos.

De acordo com a Apostila PQO da B3⁶, os bancos comerciais podem ser definidos como instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedades anônimas, privadas ou públicas, com a finalidade de proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviço, as pessoas físicas e terceiros em geral. Essencialmente, esses bancos recebem recursos de terceiros e os distribuem através do crédito seletivo a quem necessita de recursos, criando moeda a partir do efeito multiplicador de crédito. Dessa maneira, as principais operações ativas efetuadas são focadas na concessão de crédito por meio de descontos de títulos, crédito pessoal, crédito rural, adiantamento sob caução de títulos comerciais, cheques especiais, captação de recursos via Certificados e Recebíveis de Depósitos Bancários(CDB e RDB), entre outras atividades.

Com a evolução dos Bancos Comerciais, surgem os Bancos Múltiplos, também conhecidos como Bancos Universais. Em suma, são instituições financeiras que agem como intermediários entre seus clientes e ofertas de outros bancos. Pela Resolução CMN 2.099, de 1994, devem ser constituídos sob a forma de Sociedade anônima, pública ou privada, e realizam operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio de carteiras comerciais, de investimento, de desenvolvimento, crédito imobiliário, entre outras. Além disso, devem ser constituídos com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, necessariamente, comercial ou de investimento. Basicamente, essa instituição foi consequência do interesse dos grandes conglomerados financeiros em promover sinergia entre suas operações, permitindo que a atividade de intermediação financeira pudesse ser completada por outra.

⁶ Fonte: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>, p.7, acesso em 01 de Set, 2019

I.5 A Instituições Financeiras Não- Bancárias: os Bancos de Investimento

Por definição do Banco Central, os Bancos de Investimento são instituições financeiras privadas, constituídas sob a forma de sociedade anônima, com a finalidade de direcionar os recursos de médio e longo prazo para suprimento de capital fixo ou de giro das empresas, de realizar operações de participação societária de caráter temporário e de administrar recursos de terceiros. Também conhecidos como Bancos de Negócios, estas instituições são agentes financiadores das empresas e desempenham uma série de funções como o repasse de recursos oficiais de crédito e de crédito captado no exterior, estruturação de operações de subscrição pública de valores mobiliários(ações e debêntures), auxílio nos processos de fusões, aquisições, cisões ou incorporações das empresas, realização de atividades de arrendamento mercantil(“leasing”), entre outros.

No que tange o financiamento dessas entidades, é importante frisar que elas não podem manter contas correntes. Dessa maneira, a principal fonte de captação de recursos se dá através da emissão de Certificados de Depósitos Bancários(CDB) e Recibos de Depósito Bancário(RDB) e pela venda de cotas de fundos de investimento. Outro tipo de operação que pode ser desempenhada é a transformação de valores a receber e créditos das empresas em títulos negociáveis no mercado – Securitização de recebíveis - estruturando produtos como Certificados de Recebíveis Agrícolas(CRA) e Certificados de Recebíveis Imobiliários(CRI).

I.6 O surgimento da B3

Um dos principais acontecimentos dos últimos anos foi o surgimento da B3, após a fusão da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo(BM&FBOVESPA) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos(CETIP), aprovada pela CVM e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica(CADE) em 22 de Março de 2017. Dessa forma, a B3 consolida os mercados de bolsa e balcão organizado, assim como a infraestrutura do sistema financeiro brasileiro em uma única instituição, reunindo os mercados de renda variável, renda fixa privada, derivativos financeiros, commodities, títulos de dívida bancária e outros segmentos de bolsa e balcão. De acordo com a Apostila PQO da B3⁷, essa mudança conferiu ao mercado maior dinamicidade ao oferecer aos seus participantes e clientes uma solução completa de

⁷ Disponível em <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>, p.30-32, acesso em 01 de Set, 2019

negociação, registro e pós-negociação e a transformou em uma das principais bolsas do mundo em termo de capitalização de mercado.

A principal finalidade da B3 é administrar os mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos. Além disso, essa entidade presta o serviço de registro, depositária central, compensação e liquidação e atua como contraparte central garantidora da liquidação financeira de operações realizadas em seus ambientes de negociação.

I.7 Sociedades Corretoras(CTVM) e Distribuidora(DTVM) de Títulos e Valores Mobiliários e suas plataformas digitais de investimento

Hoje, na prática, não há diferenciação entre ambas as instituições após a decisão conjunta 17 do BC e da CVM⁸, de 02/03/09, ao autorizar as DTVMs a operarem diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsas de valores negociando ações. Dessa forma, são instituições que atuam nos mercados financeiros e de capitais e no mercado cambial intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos e que se encarregam da instituição, organização e administração de fundos e clubes de investimento. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por cotas de responsabilidade limitada, sendo supervisionadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Com a evolução dessas sociedades para plataforma digitais de investimento, houve um crescimento vertiginoso tanto deste segmento como das casas de gestão de ativo independentes, ao promoverem maior facilidade para comprar os mais diversos tipos de produtos financeiros e permitir acesso a fundos de investimentos e títulos privados antes restritos apenas para quem detinha grandes fortunas. Ademais, o processo para aplicar em fundos de investimento era extremamente custoso e exigia um operacional grande das gestoras para cadastrar o cliente no administradores que também eram responsáveis pela distribuição desses fundos⁹. Destarte, as *assets* focavam apenas em clientes com tickets médios de aplicação extremamente altos.

⁸ FORTUNA, Eduardo(2011), p.39-40

⁹ Fonte: <https://www.anbima.com.br/data/files/93/66/ED/3D/310256101B3EA15678A80AC2/Guia-Conta-e-Ordem.pdf>, acesso 01 de Set de 2019

Atualmente, plataformas como a Órama DTVM¹⁰ e a XP Investimentos, oferecem processos cadastrais extremamente simples e eficientes, aprovados pela CVM e pelo Banco Central, em que os clientes podem ter suas contas de investimento aprovadas em questão de minutos sem precisar enviar um único documento. Além disso, todo o procedimento para realizar as aplicações nos fundos e no restante dos investimentos se tornou muito mais ágil, em um modelo de distribuição conhecido com por conta e ordem diferente do modelo de distribuição direta. Neste modelo, de acordo com o Guia Anbima de Distribuição por Conta e Ordem, o gestor atua apenas como um intermediário no recebimento de operações do distribuidor e no processamento no sistema do administrador. Por último, estas plataformas foram fundamentais no fomento do mercado de Agentes Autônomos de Investimento no país, que desempenham até hoje um papel fundamental na democratização ao acesso aos investimentos para a população brasileira.

Pode ser percebido, portanto, que os ganhos em escala para as gestoras de recurso dessa nova forma de conceber as CTVMs e DTVMs são evidentes. Com a redução da mão-de-obra destinada a realização de procedimento operacionais como o de cadastro de clientes, a gestoras puderam reduzir os mínimos de aplicação de seus fundos e permitir a entrada de novos investidores com *tickets* médios menores de aplicação, dentro do ambiente dessas plataformas digitais. Ademais, as *assets* puderam ter acesso a outro nicho de clientes, que não seriam captados apenas com o esforço de suas equipes comerciais.

¹⁰ Fonte: <https://blog.orama.com.br/2019/01/21/fundos-de-investimento-o-que-sao-e-como-investir/>, acesso em 01 de Set, 2019

CAPÍTULO II – O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

No primeiro capítulo, pode ser percebido como a estruturação de todo um arcabouço de instituições e normas permitiu a consolidação do Sistema Financeiro Nacional como é conhecido hoje. Ao longo dos anos, foi sendo criado um ambiente de maior confiabilidade nos agentes do mercado, além de uma série de facilidade operacionais para negociação e acesso a ativos financeiros, de modo a consolidar o mercado de fundos de investimentos no país e a multiplicação das gestoras de recurso independentes.

Dessa maneira, este capítulo será destinado à apresentação dos principais conceitos relativos aos fundos de investimento, suas características, classificações, diferentes estratégias de investimento e de gestão e como está estruturada a indústria de fundos de investimentos no país.

II.1. Fundos de Investimento

A partir da definição do livro CVM TOP – Mercado de Valores Mobiliários brasileiros(2014)¹¹, os fundos de investimento podem ser entendidos como uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas e jurídica, com objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários. Sua organização é feita sob a forma de condomínio e seu patrimônio é dividido em cotas que são calculadas diariamente a partir da divisão do patrimônio líquido total do fundo pelo número de cotistas, que será efetuado pela figura do Administrador do fundo. Diferentemente da compra de um título ou de uma ação, em que o investidor adquire o ativo em si, nesse caso, é adquirida uma cota de participação naquele produto.

Basicamente, ao receber os recursos dos investidores, os fundos compram os ativos que irão compor a sua carteira que darão lastro a emissão de cotas. Nesse momento, há a figura de um administrador, que será o responsável pela propriedade fiduciária daqueles ativos comprados pelo gestor, agindo em prol dos cotistas, que são os proprietários legítimos dos ativos que compõem o patrimônio do fundo e beneficiários legítimos da rentabilidade obtida com os investimentos.

¹¹ CVM TOP –Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro(2014), p.92

Segundo Fortuna(2011)¹², são variáveis exógenas determinadas pela CVM que determinam a estrutura do Fundo de Investimento, como, por exemplo, os limites da composição de sua carteira. Contudo, o que de fato irá conferir distintividade àquele produto, é a variável endógena da composição risco/retorno a partir dos ativos financeiros que o gestor seleciona.

II.2 Risco e Retorno dos Fundos de Investimento

A volatilidade é um dos principais indicadores que nos mostra a disposição ao risco de um fundo. Para calculá-la, considera-se a variação diária do valor da cota em determinado período de dias úteis. Dessa forma, de acordo com Fortuna(2011)¹³, compara-se a variação sucessiva a cada dia nas cotas e, a partir de um algoritmo matemático, é possível determinar o grau de risco para o investidor ao se chegar a um índice da volatilidade.

Talvez o mais conhecido índice de risco/retorno seja o Índice Sharpe(IS), criado por William Sharpe(Prêmio Nobel de Economia em 1990) que leva em conta a volatilidade e rentabilidade ajustadas do ativo em questão. Em suma, é analisada a rentabilidade e a volatilidade do fundo de investimento, de acordo com a fórmula abaixo:

$$IS = (R_i - R_f) / (\sigma_i)$$

Onde:

IS = Índice de Sharpe

R_i = Retorno do Ativo

R_f = Retorno Livre de Risco (Risk-Free)

σ_i = Risco do Ativo (a letra grega sigma representa volatilidade)

Ao analisar o histórico de um fundo, o ideal é sempre verificar o seu índice Sharpe ao invés de olhar apenas a rentabilidade. Assim, o seu Índice Sharpe será resultado de três fatores principais: Asset Allocation - alocação dos recursos dos cotistas nos diversos mercados disponíveis para investimento; Stock Picking - dentro dos mercados escolhidos, quais serão os

¹² FORTUNA, Eduardo(p.551-552)

¹³ FORTUNA, Eduardo(p. 551-552)

ativos específicos que irão compor a carteira do fundo; Market Timing – Momento certo de comprar ou vender determinado ativo no mercado escolhido.

II.3 Gestão passiva e ativa dos Fundos de Investimento

Existem duas formas de classificar a gestão de um fundo de investimento: gestão passiva e gestão ativa

Os fundos de gestão passiva buscam replicar a rentabilidade de um índice ou de um indexador de referência, conhecido como *benchmark*. Destarte, são fundos geralmente destinados a investidores que não acreditam que haja oportunidades de ganhos acima do *benchmark* de acordo com sua aversão ao risco. Por exemplo, um investidor pode entender que é mais prudente em determinado momento aplicar um fundo que compra o índice IBOV e tenta replicar sua rentabilidade, ao invés de comprar ações diretamente ou um fundo de gestão ativa de ações

Os fundos de gestão ativa buscam superar o *benchmark* de referência. Para tal, o fundo contará com uma equipe composta por especialistas que monitoram os mercados diariamente, buscando escolher a melhor seleção de ativos possível, avaliando as oportunidades de investimento. Dessa forma, o objetivo da gestão ativa é maximizar os resultados de acordo com a estratégia do fundo. Geralmente, as taxas de administração são maiores em relação aos de gestão passiva e ainda podem ser cobradas taxas de performance de acordo com a rentabilidade do fundo em relação ao índice que ele busca superar

Destarte, Assaf Neto(2018)¹⁴, lista algumas vantagens deste tipo de aplicação como: gestão profissional, de modo que o investidor delegue seus recursos para um terceiro gerir; promove diversificação ao aplicar em diferentes tipos de títulos e ações, mitigando o risco; acesso a outros mercados que muitas vezes o investidor individual não conseguiria acesso; diminuição dos custos de transação caso o investidor aplicasse de forma individual nos ativos que compõem a carteira do fundo.

¹⁴ ASSAF,Alexandre(2011), p.349

II.4 Classificação de fundos Anbima

Neste tópico e em seus subtópicos, toda a análise será realizada com base na Cartilha da Nova Classificação de Fundos Anbima(2015)¹⁵. A classificação de fundos Anbima foi criada para auxiliar o investidor no processo decisório de alocação em um fundo de investimento. Em suma, a classificação agrupa os fundos com características, estratégias e fatores de risco semelhantes. Assim, pode ser segregado em três níveis: Classe de ativos; Riscos; Estratégias de investimento.

O primeiro nível representa a classe de ativos que mais se adequa ao investidor, podendo ser segregado em renda fixa, ações, multimercado e cambial. O segundo nível, está segregado entre os fundos que tem gestão passiva ou ativa. Para gestão ativa, podem ser classificados como fundos indexados, ativos ou fundos de investimento no exterior. Por último, o terceiro nível classifica os fundos de acordo com sua estratégias.

Mais abaixo, serão explicados os diferentes níveis dos fundos de renda fixa, ações e multimercado. No caso dos fundos cambiais, para este estudo, é apenas importante entender que são fundos que aplicam 80% em ativos relacionados diretamente ou sintetizados(via derivativos) à moeda estrangeira, no mínimo.

II.4.1 Classificação Anbima para os fundos de Renda Fixa

O primeiro nível diz respeito aos fundos que investem exclusivamente em ativos de renda fixa do mercado doméstico ou internacional, implicando em riscos de juros e de índices de preço.

Esse tipo de fundo ainda pode ser segregado em um segundo nível, de acordo com o tipo de gestão do fundo. Caso sejam fundos de gestão passiva, são classificados em Renda Fixa Simples ou Indexados e, no caso de gestão ativa, os ativos. No primeiro caso, de acordo com artigo 113 da instrução CVM 555, são fundos que tem, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido composto de títulos da dívida pública federal, ou títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal, ou de operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal. Já os indexados, buscam seguir as variações de indicadores de referência do mercado renda fixa como o CDI e o IMA-B. Por

¹⁵ Disponível em <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>, acesso em 01 de Set, 2019

último, os ativos são classificados de acordo com sua sensibilidade a alterações na taxa de juros medida por meio da *duration*¹⁶ média ponderada da carteira.

De acordo com a nova cartilha de classificação de fundos Anbima¹⁷, os ativos, apresentam algumas subdivisões:

- Duração Baixa(*Short Duration*): Investem em ativos de renda fixa com *duration* média ponderada da carteira inferior a 21 dias úteis. Sua finalidade é minimizar a volatilidade promovida pelas alterações nas taxas de juros futuro, buscando retornos próximos ao CDI e a Selic.
- Duração Média(*Mid Duration*): Investem em ativos de renda fixa com *duration* média ponderada da carteira inferior ou igual à apurada no IRF-M do último dia útil de junho. Assim como nos de short duration, esses fundos buscam limitar a volatilidade decorrente das alterações das taxas de juros futuro.
- Duração Alta(*Long Duration*): Investem em ativos de renda fixa com *duration* média ponderada da carteira igual ou superior à apurada no IMA- GERAL do último dia útil de junho. Estes fundos estão sujeitos a maior volatilidade decorrente das alterações das taxas de juros futura.
- Duração Livre: Alocam em ativos de renda fixa sem compromisso de limites mínimo ou máximo para a *duration* média ponderada da carteira.

Os fundos do terceiro nível são classificados de acordo com sua exposição ao risco de crédito. Dessa forma, temos as seguintes segmentações:

- Soberano: Investem a totalidade de seus recursos em títulos públicos federais do Brasil
- Grau de Investimento: Investem no mínimo 80% de seus recursos em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo, ou sintetizados via derivativos, com registro das câmaras de compensação.
- Crédito Livre: Podem investir mais de 20% de sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito do mercado doméstico ou externo

¹⁶ "Duration is a measure of the sensitivity of the price of a bond or other debt instrument to a change in interest rates." Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/d/duration.asp>, acesso 01 de set, 2019

¹⁷ Disponível em <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>, p. 13-16, acesso 01 de Set, 2019

- Renda fixa simples: Ao optar por renda fixa simples, no terceiro nível, a única opção possível será renda fixa simples
- Índices: Ao optar por gestão indexada no segundo nível, o comportamento do fundo estará relacionado ao índice de referência
- Investimento no exterior: Alocam em ativos de renda fixa no exterior em parcela superior a 40% do patrimônio líquido do fundo.
- Dívida Externa: Investem no mínimo 80% de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União

II.4.2 Classificação Anbima para os fundos de ações

O primeiro nível representa fundos que possuem, no mínimo, 67% de sua carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e Brazilian Depositary Receipts(BDRs).¹⁸

No segundo nível, assim como em renda fixa, os fundos são classificados de acordo com o tipo de gestão. Em suma, há os fundos indexados, que buscam replicar as variações de índices de referência do mercado de renda variável, como o IBOV e o IBRX-50. E há os fundos ativos, que buscam superar um benchmark ou que não fazem referência a nenhum índice a partir de uma seleção de ativos definida pela política de investimentos do fundo. É importante ressaltar que em ambos os casos, os ativos restantes do fundo devem ser investidos em cotas de fundos de renda fixa- duração baixa- grau de investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA(com exceção aos fundos classificados como livre – nível 3). Nesse nível, ainda podem ser classificados os fundos Específicos, ou seja, que apresentam estratégias de investimento ou características específicas como condomínio fechado, não regulamentados pela instrução 555 da CVM, entre outros. Por fim, há os fundos de Investimento no Exterior, que alocam seus recursos em ativos financeiros no exterior em parcela superior a 40% do patrimônio líquido do fundo.

¹⁸ Disponível em <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>, p. 17-21, acesso em 01 de Set, 2019

No terceiro nível, no que tange os fundos de gestão passiva, há os fundos vinculados a índices de referência. Já os fundos de gestão ativa, podem ser segmentados em algumas classes:

- **Valor / Crescimento:** A estratégia Valor concerne aos fundos que investem em seleção de ações cujo valor esteja abaixo da precificação efetuada pelo gestor daqueles ativos. Os fundos que alocam em ações de empresas com perspectiva de continuar crescendo sua receita, lucros e fluxos de caixa em relação ao mercado, apresentam a estratégia Crescimento.
- **Setoriais:** Alocam seus recursos em ações de empresas de um mesmo setor ou conjunta de setores afins da economia.
- **Dividendos:** Investem em ações de empresas com histórico de pagamento de dividendos ou que tenham a perspectiva de começar a pagar.
- **Small Caps:** A carteira desse tipo de fundo é composta por, no mínimo, 85% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX- Índice Brasil, ou seja, com baixa capitalização de mercado. O restante dos recursos podem ser investidos em ações mais líquidas ou de maior capitalização de mercado, desde que não sejam as dez maiores participações do IBrX
- **Sustentabilidade/Governança:** Alocam seus recursos em empresas com níveis elevados de governança corporativa, ou com destaque em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo. Os critérios são definidos por instituições reconhecidas pelo mercado ou supervisionadas por conselho não vinculado à gestão do fundo.
- **Índice Ativo:** Buscam superar o índice de referência do mercado acionário a partir de deslocamentos táticos em relação a carteira de referência.
- **Livre:** Não tem compromisso em focar em uma estratégia específica, podendo investir em qualquer ativo especificado em regulamento

Quanto aos fundos específicos, podem ser selecionados como:

- **Fundos Fechados de Ações:** Funcionam sob a forma de condomínio fechado regulamentado pela instrução 555 da CVM
- **Fundos de ações FMP-FGTS:** São fundos mútuos de privatização

- Fundos Mono Ação: Alocam seus recursos nas ações de apenas uma empresa

II.4.3 Classificação Anbima para os fundos multimercado

O primeiro nível representa os fundos multimercado, que contém políticas de investimento que envolvem uma série de fatores de risco, sem a necessidade de concentrar em algum fator específico¹⁹.

O segundo nível pode ser dividido em alocação, estratégia e investimento no exterior. Os categorizados como alocação, investem seus recursos em diversas classes ativos e em cotas de fundos como ações, renda fixa, câmbio. A segunda categoria concerne aos fundos que utilizam estratégias preponderantes adotadas e suportadas pelo processo de investimento utilizado pelo gestor, de modo a executar a política de investimento do fundo e a atingir as metas traçadas, podendo admitir alavancagem. Já a categoria Investimento no Exterior, são os fundos que alocam seus recursos em ativos financeiros no exterior em percentual superior a 40% do patrimônio líquido do fundo.

No terceiro nível, dentro da categoria alocação, há algumas subdivisões como:

- Balanceados: A estratégia de investimento desse tipo de fundo é pré-determinada, de modo que o gestor deve selecionar os recursos que serão alocados na diversas classes de ativos, podendo conter deslocamentos táticos e políticas de rebalanceamento da carteira explícitas. Dessa maneira, o benchmark do fundo deve acompanhar a seleção de investimentos escolhida pelo gestor, não podendo ser comparado a única classe ativos, como por exemplo 100% do CDI. Além disso, os fundos multimercado balanceados não permitem alavancagem de seu patrimônio líquido.
- Dinâmicos: Assim como os balanceados, também combinam diferentes classes de ativos e cotas de fundos em sua carteira. Todavia, não estão comprometidos com uma seleção pré-determinada de ativos e a política de investimentos é flexível de acordo com as condições de mercado e prazo do investimento. Por último, admitem alavancagem.

Os fundos classificados como estratégia podem ser subdivididos como:

¹⁹ Disponível em <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>, p.22-25, acesso em 01 de Set, 2019

- Macro:** Sua estratégia é fundamentada nos cenários macroeconômicos de médio e longo prazo
- Trading:** Auferem seus ganhos de rentabilidade a partir de movimentos de curto prazo nos preços dos ativos
- Long and Short - Direcional:** Atuam no mercado de renda variável, a partir de operações de ativos e derivativos, sempre com uma ponta comprada e outra vendida, sem limite de exposição financeira. A diferença entre essas posições confere o retorno financeiro do fundo.
- Long and Short – Neutro:** Idem ao direcional, com a diferença que a exposição financeira líquida fica limitada a 5%. Ou seja, apresentam um perfil mais conservador de modo que sua volatilidade e sua rentabilidade são menores.
- Juros e Moedas:** Adotam estratégias que podem incorrer em riscos de juros, de índice de preços e de moeda estrangeira, através de alocações em ativos de renda fixa
- Livre:** Não precisam se concentrar em nenhuma estratégia determinada. Os fundos de hedge se enquadram dentro dessa categoria.
- Capital protegido:** Alocam em mercados de risco com objetivo de proteger a totalidade ou uma parte dos recursos investidos
- Estratégia específica:** Investem a partir de estratégias que podem levar a riscos específicos, como commodities.

CAPÍTULO III –UM ESTUDO DE CASO SOBRE O VERDE FIC FIM

De modo a entender melhor como funciona um fundo de investimento, será estudado um dos fundos mais antigos e com performance mais consistente ao longo dos anos, o Verde FIC FIM e a equipe responsável por sua gestão. Em suma, será analisada a estrutura atual da Verde Asset Management e como é o seu processo de análise e seleção de ativos. Posteriormente, será feito um exame detido do fundo Verde Multimercado, de sua composição, trajetória entre 1997-2007 e quais foram as estratégias adotadas nesse período que o tornaram o maior fundo multimercado do país.

III.1 Verde Asset Management

A Verde Asset Management é uma gestora de recursos fundada por Luis Stuhlberger em 1º de Janeiro de 2015, formada por uma equipe que antes integrava o time da Credit Suisse Hedging-Griffo Asset Management. De acordo com a apresentação institucional da gestora²⁰, o patrimônio líquido aproximado de ativos sob gestão em julho de 2019 era de 41 bilhões de reais investido em fundos multimercados com diferentes níveis de risco e fundos de ações com diferentes estratégias. Dessa maneira, há três equipes de gestão, formadas por gestores, estrategistas, analistas de ações e economistas responsáveis por três segmentos: Multimercado Brasil, com cerca de 35,5 bilhões de reais sob gestão; Multimercado e Ações Global, com cerca de 3,4 bilhões de reais sob gestão; Ações Brasil, com cerca de 2,3 bilhões de reais.

Os participantes de sua equipe são fundamentais para o sucesso da gestora ao longo dos anos. Além de nomes como Luiz Parreiras, Artur Wichmann e Pedro Sales, é impossível negar que o mais importante e referência no mercado é o CEO e gestor da estratégia Verde, Luis Stuhlberger, detendo cerca de 99,80% das cotas societárias. Stuhlberger é formado em Engenharia Civil pela POLI-USP e possui um curso de especialização em administração para Graduados(CEAG) pela EAESP-GV e iniciou sua carreira na corretora Hedging-Griffo em 1981 como operador de mercado futuro e de commodities, até se tornar diretor em 1985. Em 1992, estruturou e implementou a área de gestão de fundos até que, em 1997, lançou o fundo Hedging-

²⁰ Disponível em:

https://oramamedia.s3.amazonaws.com/app_img/manager/document/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_Institucional_-_20197_-_Verde_AM.pdf, acesso 01 de Set, 2019

Griffo Verde. Dessa forma, para compreender como a Verde Asset se tornou uma das maiores gestora de recurso independente do país, é necessário primeiro analisar toda a trajetória do fundo multimercado Verde FIC FIM e de seu gestor principal, a partir lâminas, relatórios, artigos de revistas e cartas disponibilizadas pela própria gestora.

Composição da Verde Asset Management

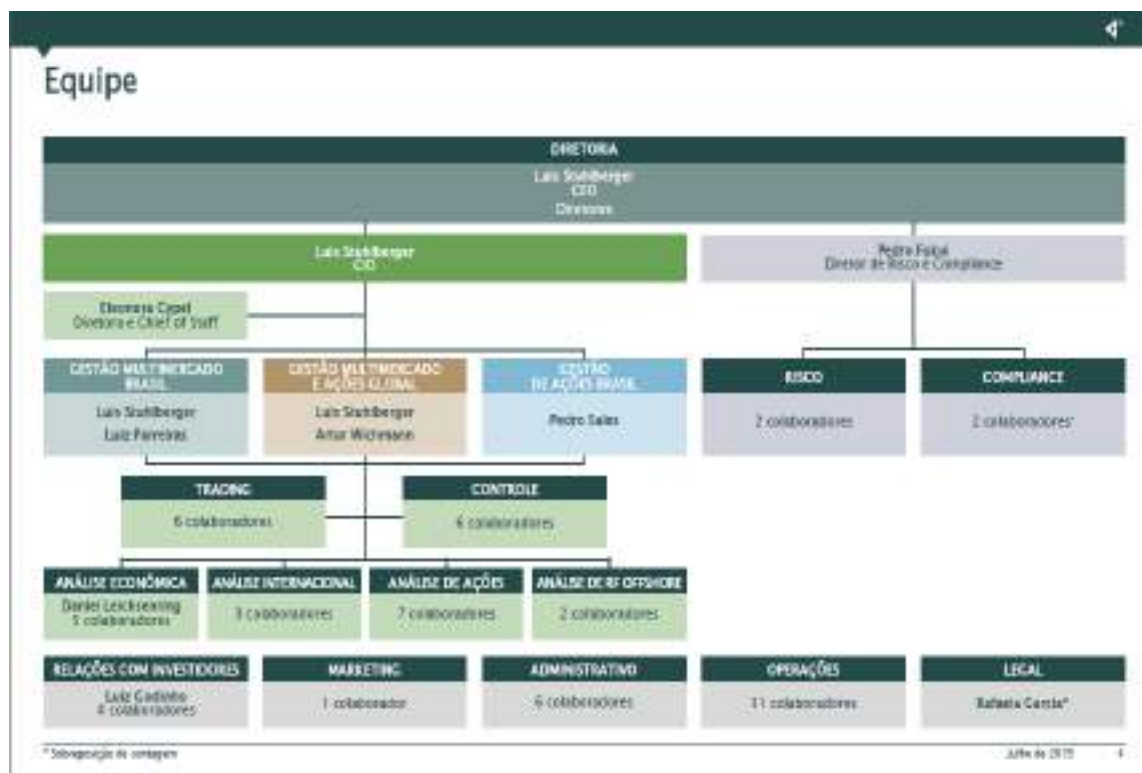


Figura 3.1. Fluxograma mostrando composição da equipe de gestão da Verde Asset Management, referente a julho de 2019

Fonte: Apresentação Institucional da Verde Asset Management de julho de 2019(p.4)

De acordo com o Formulário de Referência da Gestora de 2018²¹, para seleção dos ativos acima, a Verde conta com algumas rotinas e procedimentos. Quanto a parte de *research*, utiliza o próprio e de terceiros. O próprio é composto por uma equipe de análise ações locais, outra de ações internacionais e uma terceira de análise econômica global e brasileira.

²¹ Disponível em:

http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/FormRefAdmCart/ConsultaFormReferenciaAdmCarteiraPJ.aspx?PK_PARTIC=137648&COMPTC=2018, acesso em 01 de Set, 2019

A equipe de ações é dividida por setores e dispõe de ferramentas fundamentalistas para análise do mercado como DCF²² (Modelo de fluxo de caixa descontado) e múltiplos²³, possibilitando a “análise de dados idiossincráticos às empresas, impactos da economia local e internacional, setores e suas dinâmicas”. O time de Macroeconomia é composto por economistas especializados e, eventualmente, consultores externos de política e mercado. Dessa maneira, os gestores, os analistas de ações, os economistas e o representante da área de risco se reúnem em Comitês de Gestão Semanais para discutir e delinear as melhores estratégias de atuação dos fundos que incorram em menor risco. Basicamente, é avaliada a conjuntura atual do mercado, com exame detido em uma série de setores da economia doméstica e global, de modo a se chegar a decisões sólidas e avaliar a postura a ser adotadas pelo fundo. Ainda há constantemente revisões e discussões a respeito dos cenários e mercado. Após este processo, o gestor é o responsável pela decisão final de alocação.

III.2. O fundo Verde Multimercado

O Verde é um fundo multimercado iniciado em 1997, constituído sob a forma de condomínio aberto e destinado a investidores em geral, resultado de uma cisão realizada em 21 de maio de 2015 do fundo CSHG VERDE FIC FIM. É um dos maiores e mais antigos *hedge funds* do país, com atuação no mercado brasileiro e internacional, sendo composto por ações, moedas, títulos públicos e privados, derivativos, entre outros tipos de ativos. A sua administração hoje é realizada pela Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A e toda a parte de custódia, liquidação, escrituração e controladoria é realizada pelo ITAU UNIBANCO S.A.

No que tange as operações autorizadas por regulamento, o fundo pode aplicar em ativos no exterior até o limite de 20%, aplicar em crédito privado até o limite de 50% e não utiliza derivativo para proteção de carteira. Além disso, o fundo não apresenta limites para alavancagem,

²² “De forma simplificada, o método de fluxo de caixa descontado consiste em trazer a valor presente, mediante a uma taxa de desconto, o fluxo de caixa futuro de uma empresa” Disponível em <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fcd/> acesso em 01, Set, 2019

²³ “Os múltiplos fundamentalistas nada mais são do que indicadores extraídos de informações financeiras e de mercado das empresas e podem ser utilizados como parâmetro para a identificação de oportunidades de compra de ações que estejam supostamente descontadas. Lembrando que “ações descontadas” são aquelas em que o mercado está negociando abaixo do preço que ela efetivamente vale.” Disponível em <https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-andre-bona/acoes-conhecendo-os-principais-multiplos-fundamentalistas> acesso em 01, Set, 2019

ou seja, mecanismos de endividamento para realização de seus investimentos. É importante ressaltar que o Verde FIC FIM aplica, no mínimo, 97% de seus recursos no Verde Master FIM, CNPJ 07.455.507/0001-89 que não é aberto para investidores em geral.

Carteira de ativos do fundo Verde FIC FIM

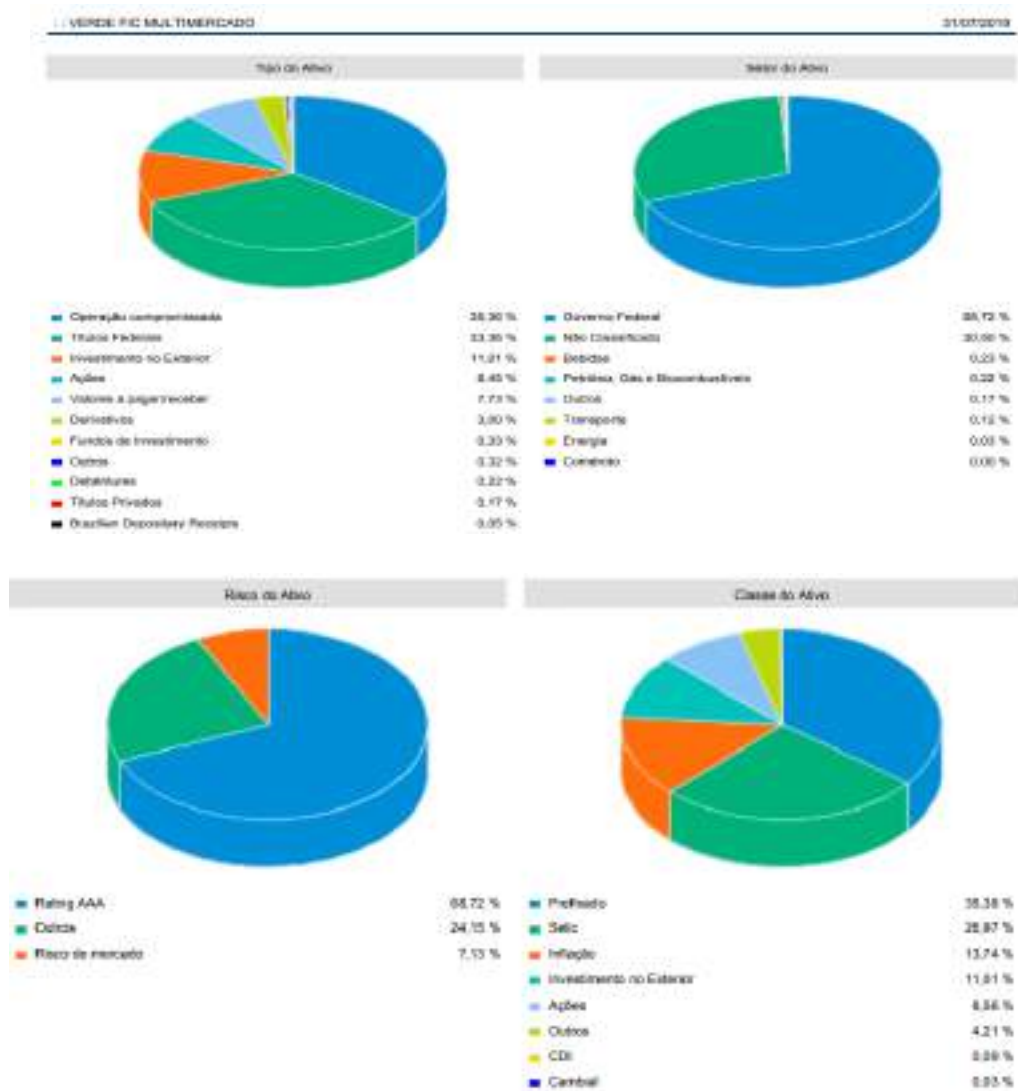


Figura 3.2. Ativos que compõem a carteira do fundo Verde FIC FIM separado por tipo, setor, risco e classe do ativo

Fonte: Carteira extraída da plataforma Quantum Portfolio em 01, Set, 2019

Rentabilidade dos principais concorrentes

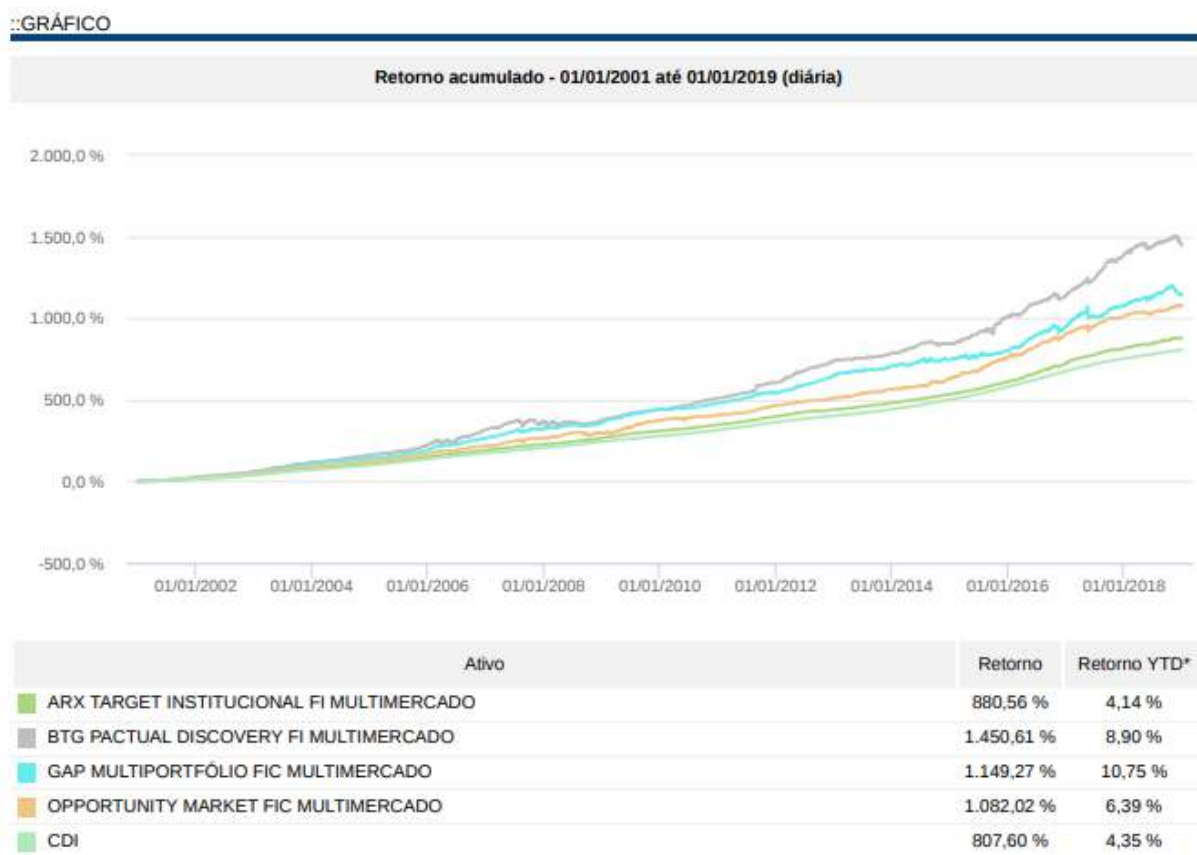


Gráfico 3.2: Rentabilidade dos principais concorrentes do fundo Verde Multimercado nos anos de 2001-2019

Fonte: Gráfico extraído da plataforma Quantum Portfolio em 01, Set, 2019

III.3. O início e os primeiros *trades* de sucesso

No início da década de 1990, surgem os primeiros fundos multimercados de *assets* independentes, até então geridos por bancos comerciais e de investimento. Stuhlberger entendia que esse tipo de ativo poderia promover grandes rentabilidades com uma gestão sólida, mesmo com um risco mais elevado. Dessa maneira, em 1994, firma uma parceria com Ibrahim Eris, ex-

presidente do Banco Central no governo Collor, que estava abrindo uma gestora de recursos chamada Linear e sugere que as operações fossem efetuadas com a Hedging-Griffo. Em suma, a Linear seria a responsável pela gestão enquanto a Hedging-Griffo indicaria os clientes para realizar os investimentos. Após dois anos acompanhando o trabalho da equipe de gestão da Linear, decide abrir seu próprio fundo de investimento em 1997, o Verde, iniciando com um patrimônio líquido de R\$ 500.000,00.²⁴

Suas primeiras estratégias de investimento foram na direção oposta do mercado. Enquanto a maior parte das principais instituições financeiras do período acreditavam que haveria um período de maior estabilidade após a Crise do México, o gestor do Verde entendia que havia sinais evidentes de que os indicadores da economia brasileira no período eram ruins. O preço das commodities era baixo, havia um déficit em conta corrente de 30 bilhões de dólares e a política fiscal adotada no período gerava um déficit primário. Dada a política de estabilização da moeda²⁵, o gestor pode se antecipar aos movimentos de aumento das taxas de juros do Banco Central no período subsequente. Destarte, primeiro as taxas de juros foram elevadas para 19% a.a. no dia 23 de Outubro de 1997 e observou-se um movimento do mercado de compra de títulos prefixados naquele patamar, ao se esperar a queda da taxa de juros. Contudo, Stuhlberger recebeu a notícia de que havia um risco iminente de crise nos mercados asiáticos e ordenou a compra de contratos de juros para 30 dias. No dia 27 de Outubro, o mercado asiático despencou e o Banco Central atuou novamente elevando a taxa de juros para 43% a.a., para evitar a fuga de capitais. Assim, logo em seu início, o fundo Verde já conferia uma rentabilidade excepcional para seus clientes, quando o mercado havia sofrido um baque decorrente dos aumentos seguidos da taxa de juros.

Outro evento fundamental para a consolidação e crescimento do fundo no mercado foi a crise da desvalorização do Real em 1999 e o default da dívida externa de Minas Gerais, de modo a colocar em cheque o modelo de câmbio fixo brasileiro. Nesse momento, o fundo tinha uma posição comprada em Dólar que permitiu, novamente, retornos muito acima do mercado, acima de 130% a.a.²⁶

²⁴ Fonte: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/bilhoes-e-lagrimas/>, p. 12-13, acesso em 01 de Set, 2019

²⁵ Fonte: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/bilhoes-e-lagrimas/>, p. 14-15, acesso em 01 de Set, 2019

²⁶ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2017_01.pdf, p.01-02, acesso em 01 de Set, 2019

III.4 Os anos 2000 e o Boom do Brasil

No início dos anos 2000, a percepção de risco das agências rating internacional em relação ao Brasil havia aumentado, principalmente devido aos constantes apagões e a ideia de que a crise argentina iria se estender a outros países do Mercosul. Assim, o fundo montou posições compradas em Dólar para se proteger de uma eventual crise. Logo em seguida, no ano de 2002, os movimentos do mercado entre março e maio indicavam uma vitória de José Serra nas eleições. Contudo, Stuhlberger novamente agiu na contramão do mercado, que não estava precificando os riscos de uma vitória de Lula, estruturou operações com opções de juros e comprou dólar e cupom cambial. Dessa maneira, com o posterior movimento do mercado de aversão a uma provável vitória do PT, o fundo teve o seu terceiro grande trade, com rentabilidade de 48,72% no ano de 2002.²⁷

Após a eleição, mesmo com a “Carta ao Povo Brasileiro” redigida por Lula, havia um temor excessivo no mercado em relação ao novo governo. Ainda no período eleitoral, boa parte das empresas estavam sendo negociadas a um valor muito abaixo da sua real precificação e o Real havia sofrido uma forte desvalorização. Ao perceber que esses dois fatores eram benéficos para as empresas exportadoras, o fundo montou posições compradas em empresas do setor de metalurgia e siderurgia, como Caemi e a Companhia Siderúrgica Belgo-Mineira(atual ArcelorMittal), aumentando significativamente a exposição a ações em sua carteira. Ademais, também foram montadas posições em títulos públicos do governo utilizados para renegociação da dívida externa, mais conhecidos como *C-bonds*.²⁸ Dessa maneira, com a valorização da dívida brasileira, fechou o ano de 2003 com rentabilidade acima de 40% a.a. Mesmo com essa perspectiva positiva em relação a alguns setores do mercado doméstico, o fundo se utilizou bastante de hedges para se proteger do cenário externo, especialmente dos impactos da Guerra do Iraque.

Até 2004, a empresa mantinha seu modelo de gestão totalmente focado na figura de Luis Stuhlberger, sendo o responsável por todas as decisões finais de investimento. O sucesso obtido desde o início do fundo levou a Hedging-Griffo a se associar ao Credit Suisse nesse ano,

²⁷ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2017_01.pdf, p.02-04, acesso em 01 de Set, 2019

²⁸ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2003_02.pdf, p.01-09, acesso em 01 de Set, 2019

iniciando-se a Credit-Suisse Hedging-Griffo. Nesse período, por mais que o fundo Verde continuasse com a gestão exclusiva de Stuhlberger, o excesso de demanda pelos fundos da gestora fez com que começassem a ser ofertados fundos geridos por terceiros. Além disso, a equipe da gestora cresceu consideravelmente e foram realizados fortes investimentos em instrumentos que possibilitassem melhor análise e gestão global.

Entre 2004 e 2006, com o forte crescimento do PIB e a melhora em uma série de indicadores macroeconômicos, as perspectivas em relação ao país eram altamente positivas. Nesse momento, houve o *boom* das commodities, a emergência da China como fator determinante para os mercados e, consequentemente, o *boom* do mercado acionário, com uma série de ofertas públicas de ações de empresas que estavam abrindo capital. Por fim, percebia-se uma integração cada vez maior do mercado financeiro brasileiro com o mercado internacional. Contudo, o risco político ainda era alto, principalmente com advento do Mensalão. Destarte, o fundo adotou a estratégia de operar comprado em bolsa brasileira, sempre equilibrado por *hedges* de câmbio no período, de certa forma, acompanhando a visão otimista em relação ao Brasil.

Em 2007, o mercado doméstico e internacional subestimava uma iminente crise do setor imobiliário norte-americano e entendiam que os países emergentes não seriam afetados e continuariam seus ciclos de crescimento²⁹. Ainda assim, o fundo teve sua excelente rentabilidade no período, fortemente atrelada ao seu portfólio de ações e a equipe de gestão começava a analisar uma potencial alta da inflação no país nos anos subseqüentes. Dessa maneira, foram montadas posições compradas em inflação – abaixo de 4% a.a. no período – e tomadas em títulos pré-fixados, em torno de 10% a.a. Em Março de 2007, Stuhlberger publicou uma carta mensal explicando os motivos dessa perspectiva em relação a inflação. Basicamente, na visão do gestor, em um país com crescimento em torno de 5% a.a., com altos déficits de infraestrutura e com juros em queda, havia uma tendência de alta para inflação. Um ano depois, a taxa pré estava em torno de 14%-15% e, ao fim de 10 anos, os títulos que o fundo havia comprado por menos de 4% a.a., estava sendo realizado a uma taxa de 6,21% a.a.

²⁹ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2007_03.pdf, p.01-04, acesso em 01 de Set, 2019

III.5 A crise de 2008, a primeira rentabilidade anual negativa e a o ciclo de corte de juros

Mesmo com os sinais que antecederiam Crise Financeira Internacional de 2008, havia grande otimismo em relação ao Brasil e aos emergentes de um modo geral. Desse jeito, o fundo manteve uma forte concentração de ações em seu portfólio, fechando um primeiro semestre rentável. Entretanto, em carta mensal publicada em Março de 2008³⁰, a equipe do Verde já começava a entender a queda nos preços das commodities como um catalisador negativo para a economia brasileira e valor do barril de petróleo estava em torno de 140 dólares. Por mais que o país tivesse alcançando grau de investimento pelas agências de rating internacionais e o valor do Dólar tivesse atingido o patamar de R\$ 1,56, o fundo montou estruturas de opções compradas em Dólar, com a finalidade de se proteger de uma eventual alteração brusca no mercado das commodities.

No entanto, com a falência dos Lehman Brothers em 15 de Setembro de 2008, a crise estava deflagrada. Dessa forma, o fundo teve seu primeiro retorno anual negativo, com rentabilidade negativa de 6,44% a.a. e a primeira vez que não teve performance acima do CDI. As posições em ações do fundo sofreram quedas exorbitantes e o que ajudou a conter um pouco foram as posições em câmbio e inflação que serviram como hedge para o fundo.

Novamente, a crise e o temor generalizado em relação ao mercado acionário fez com que uma série de ações fossem precificadas e negociadas a um valor muito abaixo de seu potencial de valorização. Logo, o fundo entrou fortemente comprado em ações, fazendo com que ao final de 2009, o fundo tivesse um retorno em torno de 50% a.a., auxiliado também pelos hedges da carteira.

Era um novo período de otimismo, com robusto crescimento do PIB em 2010 e o fundo continuava comprado em inflação e tomado em títulos pré-fixados. Todavia, de acordo com Stuhlberger, em carta mensal divulgada em junho de 2010, havia sinais de que o país não poderia continuar crescendo indefinidamente que ainda demorariam a ser precificados. Em suma, o gestor do fundo Verde entendia que havia um excesso de demanda, sem serem criadas as condições macroeconômicas sustentáveis para o crescimento da oferta no longo prazo; carga tributária extremamente alta em comparação ao restante dos emergentes; uma massa de

³⁰ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2008_03.pdf, p.01-04, acesso em 01 de Set, 2019

aposentados e funcionários públicos que naturalmente levaria um déficit na previdência; uma dívida bruta que poderia atingir 80% do PIB; entre uma série de outros fatores. Logo em seguida, houve um ciclo de corte de juros iniciando-se em meados de 2011 e terminando ao final de 2012, chegando-se a taxa Selic de 7,25% a.a. O fundo conseguiu auferir retornos positivos via posições de opções de juros, compra de juro real e de inflação e na expansão de múltiplos na ações brasileiras.³¹

III.6 Os anos de 2012-2014 e a diversificação dos investimentos globais

Ao final de 2012, com o fim do ciclo de queda dos juros, enquanto o mercado acreditava que taxas de juros baixas eram sustentáveis, a Verde se posicionava montando posição tomada em taxas pré-fixadas. Em novembro desse ano, publicaram uma outra carta se mostrando pessimistas em relação a baixa inflação, pois entendiam que o preço dos serviços continuariam a subir, assim como o preço dos bens duráveis com câmbio mais alto e protecionismo, entre alguns outros indicadores.

Ainda em 2010, concomitantemente ao otimismo generalizado em relação ao Brasil, o fundo passou a ampliar e diversificar os seus investimentos no exterior, construindo uma carteira com ações globais. No entendimento da equipe de gestão, esses portfólio e as ações globais como um todo seriam beneficiadas pelo enorme *Quantitative Easing*³² posterior a crise. Além disso, havia montado posições vendidas no Euro e no Yen, contribuindo fortemente para a performance positiva no período. Agora, Stuhlberger considerava que havia uma “discrepância entre os preços dos ativos para os brasileiros e a percepção macro do Brasil” e, em carta publicada em Março de 2013, utilizou a expressão “piquenique a beira de um vulcão” para explicitar o paradoxo entre as diferentes visões dos brasileiros e dos estrangeiros sobre o Brasil³³. Basicamente, mesmo com a excessiva valorização de ativos brasileiros como ações e imóveis, os agentes domésticos e externos do mercado, mesmo visualizando marginalmente essa supervalorização, não adotavam medidas de se desfazer dessas posições significativamente.

³¹ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2008_12.pdf, p.01-04, acesso em 01 de Set, 2019

³² “Quantitative easing is an unconventional monetary policy in which a central bank purchases government securities or other securities from the market in order to increase the money supply and encourage lending and investment” disponível em <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>, acesso em 01 de set, 2019

³³ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2013_03.pdf, p.02-05, acesso em 01 de Set, 2019

Em 2013, quando o FED sinalizou o corte dos estímulos, as taxas de juros globais subiram significativamente em um movimento conhecido como “taper tantrum”. Enquanto isso, o Verde mantinha posições tomadas em taxa pré e comprada em Dólar e inflação, corroborando as perspectivas de deterioração fiscal.

III.7 A fundação da Verde Asset Management e os desafios de gestão

O ano de 2014 foi marcado por uma série de desafios para a equipe de gestão do fundo. Por mais que, na visão de Stuhlberger, o colapso fiscal fosse evidente, a corrida eleitoral trouxe resultados inesperados e problemas em relação a carteira de ativos do fundo. Dessa forma, o fundo passou boa parte do ano de 2014 vendido em relação a Brasil, com posições compradas em bolsa e Dólar contra Euro e Yen no livro global)³⁴. Contudo, com o acidente de Eduardo Campos, a ascensão de Marina Silva por algumas semanas e, posteriormente, uma possível vitória de Aécio Neves, fez com que houvesse um novo ciclo de otimismo na bolsa brasileira, por mais que as dificuldades que o próximo governo enfrentaria fossem claras. No meio desse dilema de gestão, o fundo acumulava rentabilidade negativa de 3,67% ao final de agosto.

Contudo, em Setembro, com a probabilidade de vitória de Marina Silva, as posições compradas em dólar e inflação fizeram com que o fundo tivesse o excepcional retorno de 6,69% no mês. Os meses seguintes acabaram por consolidar a vitória de Dilma Rousseff no segundo turno e a nomeação de Joaquim Levy para Ministro da Fazenda, instaurando-se um novo ciclo de pessimismo em relação a bolsa brasileira. O fundo teve seu segundo resultado abaixo do benchmark em sua história.

³⁴Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2017_01.pdf, p.18-19, acesso em 01 de Set, 2019

O surgimento da Verde Asset Management

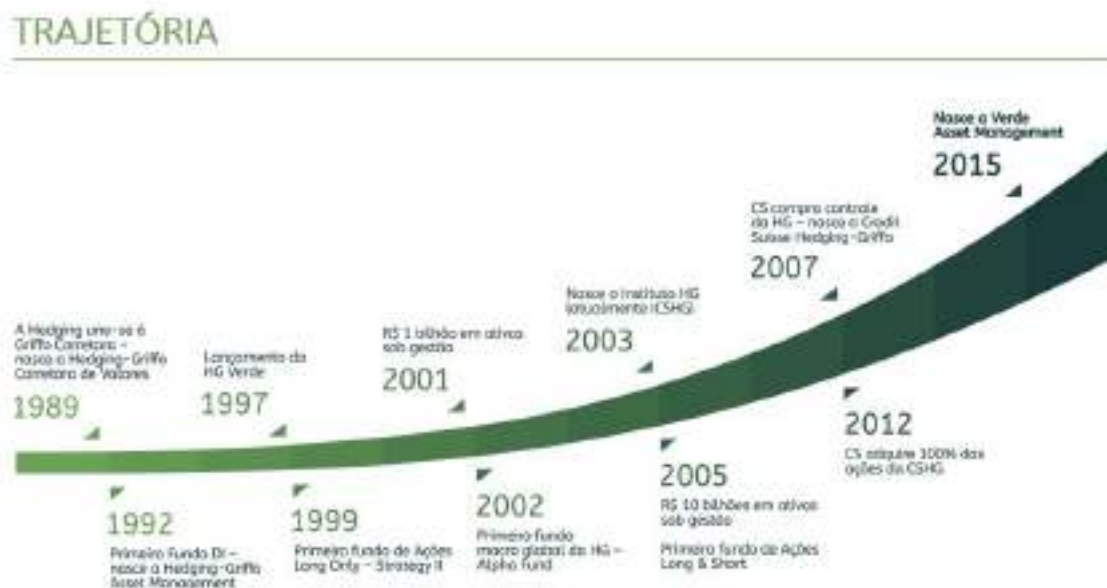


Figura 3.7. Trajetória até a fundação da Verde Asset Management

Fonte: Apresentação Institucional da Verde Asset Management de julho de 2019(p.3)

Em 1º de Janeiro de 2015 foi fundada a Verde Asset Management para dar prosseguimento ao trabalho realizado desde 1997³⁵. Logo em seu início, já contou com uma série de desafios de gestão ao serem deflagrados todos os problemas da economia brasileira. Stuhlberger e sua equipe se posicionavam para uma queda do rating dos ativos brasileiros, assim como uma deterioração do câmbio. Havia notórios sinais de insustentabilidade fiscal, começava-se a se falar em Impeachment em um cenário político extremamente conturbado, a lava-jato ficava cada vez mais forte e o mercado começava a ajustar o preços, enquanto a posição montada pelo fundo auferia ganhos significativos aos seus investidores.

Além do quadro político altamente instável, fatores externos como a queda abrupta do preço do petróleo, a desvalorização do Yuan chinês e uma resistência do FED em aumentar as taxas de juros também movimentavam bastante os mercados. Contudo, dado que a equipe de

³⁵ Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2015_01.pdf, acesso em 01 de Set, 2019

gestão já previa essa crise há um tempo, o fundo apresentou uma rentabilidade em 2015 em torno de 28%, mais do que o dobro do CDI.

Com um Impeachment de Dilma se tornando mais provável, o fundo ainda mantinha um posicionamento negativo em relação ao mercado, principalmente montando posições compradas em dólar, que, inevitavelmente, precisaria ser revisto. Além disso, a popularidade de Trump começava a crescer nos EUA - culminando em sua eleição - que, junto ao Brexit, marcava um ciclo de reversão ao processo de globalização. No período, ainda sem saber as reais consequências dessa nova gestão, o fundo começou a posicionar-se com menores investimentos em ações globais e a vender moedas asiáticas como o Renminbi chinês e o Dólar de Cingapura. Ao final do ano, com a conclusão do afastamento de Dilma Rousseff, o mercado brasileiro já ensaiava uma recuperação e um novo ciclo de crescimento, principalmente calcado na continuidade das reformas fiscais e da previdência, retomada tímida do crescimento e um novo ciclo de queda nas taxas de juros. Dessa forma, ainda no início de 2017, o fundo Master e seu FIC já tinham 21 bilhões de reais sob gestão.

Dentro do período analisado, fica evidente como a evolução da capacidade de análise do gestor e de sua equipe de gestão foi fundamental para antecipar um série de movimentos de um mercado se tornando cada vez mais complexo e para entender a integração do Brasil no cenário internacional. Ao final da Carta de 20 anos do fundo³⁶, Stuhlberger conclui que “ao mesmo tempo, fica claro que há ciclos longos, e a capacidade de olhar a floresta e, não só as árvores, é necessária para encontrar as grandes assimetrias”.

³⁶Fonte: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2015_01.pdf, p.24, acesso em 01 de Set, 2019

CAPÍTULO IV– CONCLUSÃO

Neste estudo, foi realizada uma releitura dos principais conceitos referentes ao Sistema Financeiro Nacional e do mercado de fundos de investimento. Aliando-se ao estudo de caso, pode ser entendido os motivos desse tipo de investimento ter se difundido de forma exponencial e se tornado talvez o melhor investimento para estratégias voltadas para o longo prazo.

O primeiro, comprovado no estudo de caso, é por contarem com equipes de gestão altamente qualificadas, com amplo conhecimento dos mais diversos tipos de ativos financeiros e do cenário doméstico e global como um todo. Dessa maneira, ao acompanhar a trajetória do Verde Multimercado, o fato fundo contar com um time robusto, nos mais variados segmentos e ter um processo de análise bem estruturado, permitiu ao gestor tomar decisões nos mais incertos e complexos cenários nacionais e internacionais, de modo a conferir uma rentabilidade muito acima do mercado para os seus cotistas que mantiveram as posições no longo prazo. Embora sejam poucas as gestoras com a expertise e a qualidade da Verde Asset Management, vem surgindo um número cada vez maior de *assets* independentes com gestão séria e comprometidas com as estratégias definidas por regulamento.

O segundo motivo deve-se a um Sistema Financeiro sólido, altamente regulado e com normas claras para o seu funcionamento. Basicamente, a forma como o SFN é estruturado promove maior confiabilidade tanto nos investidores como nos agentes que o compõem e evita que o mercado financeiro esteja sujeito a decisões arbitrárias de um Governo, como ocorreu no Governo Collor. Além disso, com o desenvolvimento dos operadores do sistema e de instituições auxiliares, principalmente, com as plataformas digitais de investimento, foram criadas uma série de facilidades operacionais que permitiram um mercado de fundos de investimento acessível para investidores com menor *ticket* médio de aplicações e ganhos em escala para as gestoras.

Em um país em que ao mesmo tempo a população tem um temor grande em relação a investimentos, há um pensamento de querer auferir lucros extraordinários no curto prazo. Assim, as aplicações em fundos de investimento são uma ótima forma de disciplinar o investidor e dele conseguir encontrar os produtos que mais se adequam aos seus objetivos financeiros, conseguindo rentabilidades bastante satisfatórias no longo prazo. Destarte, fica fácil entender o desenvolvimento e consolidação desse mercado nas últimas décadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anbima, Cartilha de nova classificação de fundo, 2015, disponível em:> <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>>, acesso em 01 de Set, 2019

Anbima, Distribuição por conta e ordem, 2018, disponível em: > <https://www.anbima.com.br/data/files/93/66/ED/3D/310256101B3EA15678A80AC2/Guia-Conta-e-Ordem.pdf>

Apostila PQO B3, disponível em:<<https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>>, acesso em 01 de Set, 2019

ASSAF, Alexandre, Mercado Financeiro, 14ª edição, Editora Atlas, 2018

Banco Central do Brasil, Sistema Financeiro Nacional, , disponível em:< <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>>, acesso em 01 de Set, 2019

Banco Central do Brasil, Bancos Múltiplos, disponível em:< <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbm.asp%3Fidpai%3DSFNCOMP>>, acesso em 01 de Set, 2019

Banco Central do Brasil, Bancos de Investimento, disponível em:< <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbi.asp%3Fidpai%3DSFNCOMP>>, acesso em 01 de Set, 2019

Banco Central do Brasil, Secretaria do Conselho Monetário Nacional, disponível em:< <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/cmn> >, acesso em 01 de Set, 2019

Banco do Brasil, Nossa história, disponível em:< <https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/sobre-nos/nossa-historia#/>> acesso em 01, Set, 2019

BONA, André, Ações: conhecendo os principais múltiplos fundamentalistas, 2019, disponível em:< <https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-andre-bona/acoes-conhecendo-os-principais-multiplos-fundamentalistas>, acesso em 01, Set, 2019

DIEGUEZ, Consuelo, Ed. 25, “Onze bilhões de reais e um barril de lágrimas”, Revista Piauí, 2008, disponível em:> <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/bilhoes-e-lagrimas/>>, acesso em 01 de Set, 2019

FORTUNA, Eduardo, Mercado Financeiro Produtos e Serviços, 18ª edição, Editora Qualitymark, 2011

Investopedia, Duration, disponível em:<<https://www.investopedia.com/terms/d/duration.asp>>, acesso em 01 de set, 2019

Investopedia, Quantitative Easing, disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>,> acesso em 01 de Set, 2019

Livro TOP CVM, disponível em: <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>, acesso em 01 de Set, 2019

Quantum, Carteira consolidada, Verde FIC Multimercado, 2019, disponível em: <https://www.quantumaxis.com.br/webaxis/carteiraPortfolio.qt>>, acesso 01 de Set, 2019

Quantum, Gráfico comparativo, Fundos de Investimento, 2019, disponível em: <https://www.quantumaxis.com.br/webaxis/Gráfico-20190912083626.pdf>>, acesso 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Formulário de Referência – Pessoa Jurídica, 2019, disponível em: http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/FormRefAdmCart/ConsultaFormReferenciaAdmCarteiraPJ.aspx?PK_PARTIC=137648&COMPTC=2018>, acesso em 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Apresentação Institucional, 2019, disponível em: https://orama-media.s3.amazonaws.com/app_img/manager/document/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_Institucional_-_20197_-_Verde_AM.pdf>, acesso em 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Lâmina de informações essenciais sobre o Verde FIC FI Multi, 2019, disponível em: <http://files.verdeasset.com.br/pdf/laminas/158094/Verde-LAM.pdf>>, acesso em 01 de set, 2019

Verde Asset Management, Relatório de Gestão de fevereiro de 2003, disponível em: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2003_02.pdf>, acesso em 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Relatório de Gestão de Março de 2007, disponível em: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2007_03.pdf acesso em 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Relatório de Gestão de Março de 2008, disponível em: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2008_03.pdf>, acesso em 01 de Set, 2019

Verde Asset Management, Relatório de Gestão de Dezembro de 2008, disponível em: http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2008_12.pdf>, acesso em 01 de Set, 2019

REIS, Tiago, Bancos múltiplos e o mercado de investimentos, 2018, disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/bancos-multiplos/>>, acesso em 01 de Set, 2019

REIS, Tiago, FCD: A ferramenta que auxilia os analistas na precificação de ativos, 2017, disponível em: Research em <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fcd/>>, acesso em 01 de Set, 2019

STUHLBERGER, Luis, Relatório de gestão: Fundo Verde – 20 anos, 2017, disponível em:
<http://files.verdeasset.com.br/pdf/rel_gestao/158094/Verde-REL-2017_01.pdf> acesso em
01,Set, 2019